

2002年4月

## 日本における年金基金・機関投資家の議決権行使の変遷

### I 議決権行使に関する意識の変遷

わが国では、株式の議決権行使に関する投資家の対応は、欧米諸国に比べて遅れていた。しかし、90年代半ばから、「受託者責任」がより明確に意識されるようになり、それに伴って議決権行使への動きが活発化してきた。以下、(1)運用利回りの低下、と(2)合同運用における問題、の2つの点から、議決権行使に関する現在までの推移を追ってみよう。

#### (1) 運用利回りの低下

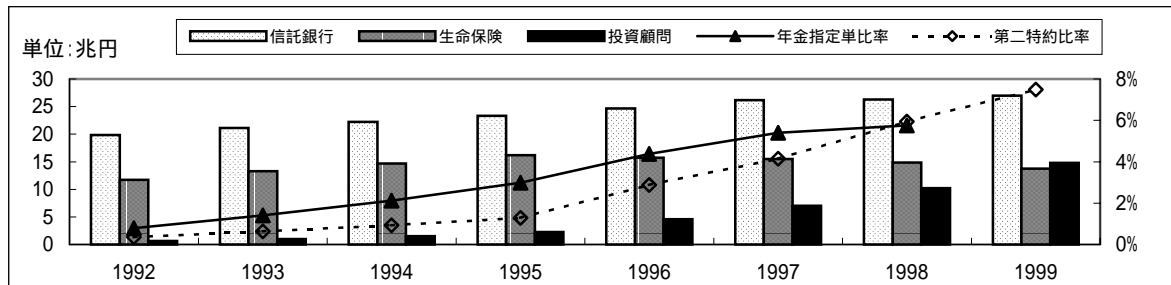
「受託者責任」に関する諸問題は以前から存在してはいたのだが、それがあまり意識されなかった理由として、まず第一に、企業年金の運用が5%という高利回りの実績をあげていたことがあげられるであろう。しかしながら、90年代半ばからの運用利回りが低下し年金基金の財政の悪化していった。このような中、パフォーマンス向上のために、「受託者責任」についてしばしば言及されるようになってきた。特に1994年11月の日本紡績業厚生年金基金の解散は、この動きに拍車をかける一つの契機となったといえよう。この基金は、西日本を中心とする紡績業の中小企業が団体でつくった厚生年金基金であったが、紡績業全体の衰退で基金の加入者が減少したこと、そして、資産の運用利回低迷と財政の悪化によって年金の支給が困難になったこと、を理由に解散を決めた。しかし、解散時の負担金をめぐって、元加入企業が「基金が適切な運営を怠ったこと 受託者責任の不履行 による損害」をこうむったとして、基金の元理事長らを相手取った損害賠償請求訴訟を起こしている。この訴訟では被告を基金の元理事長と元常務理事に限定している。しかし、このほかの関係者、つまり、基金を監督・指導する国、そして、資産運用を受託している金融機関などにも、責任はあるのではないかと、という声もあった。運用機関の受託者責任を改めて、浮き彫りにする形となった。

#### (2) 合同運用における問題

「受託者責任」があまり言及されなかったもう一つの要因として、わが国の年金運用が他の基金との合同運用契約が主流であることがあげられるだろう。その結果、個別運用に比べて、資金を受託した運用機関にとっては、個別の年金基金に対する受託者責任の意識が希薄になりがちであった。実務面でも、信託銀行でのいわゆる「合同口」での運用の場合は、議決権行使をする際に、個々の基金の意向を反映しそれぞれに行使を行うと事務が煩雑となってくる。よって、「白紙委任が当たり前だと思われるし、委託者からクレームがついた試しもない」といった状況が続いていた。ところが、90年代半ばから、カルパス(カリフォルニア州公務員退職年金基金)をはじめ海外株主が議決権行使を積極的に行うようになり、議案によっては反対票を投じるようになった結果、「議決権の不統一行使」(合同口であっても、一括して議案に賛成したり、白紙委任したりするのではなく、個々の基金の意向に応じて賛成、反対の行使を行う)が活発化していった。この動きは、日本の株主にも少なからず影響を与えることとなった。また、厚生年金基金が、1990年に運用拡大に伴って信託銀行の指定単独運用を実施したこと、生保も信託銀行の指定単独運用にあたる第二特約を作ったこと、そして投資顧問契約が増加したこと、に見られるように、現在、

合同運用から個別運用へと運用形態が変化してきている（図表 1 参照）。このような動きは、議決権行使促進に向けた新しい土壌を形成していくことになるだろう。

図表 1 厚生年金基金受託資産残高と個別運用の割合の推移



出所：年金情報

## II 議決権行使の体制確立にむけて

以上のような市場環境の変化のもとで、比較的企業間のしがらみの少ない、(1) 公的年金（年金資金運用基金、一部の共済年金）および(2) 厚生年金基金連合会、が先行する形で、「受託者責任」を理由に、運用受託機関に対して議決権行使を求めるようになっていった。

### (1) 公的年金

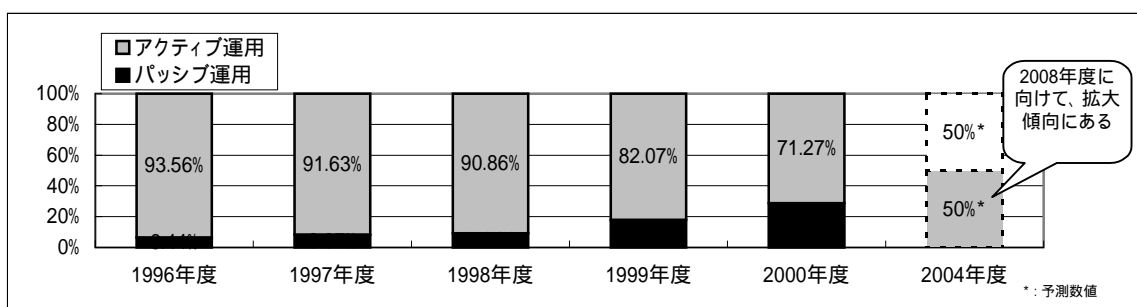
公的年金の中においても、最も市場に大きな影響を及ぼすと考えられるのは、年金資金運用基金の動きであろう。厚生年金保険および国民年金保険の積立金の運用を行っており、現在の運用総額は 130 兆円に達している。2000 年 3 月に公的年金制度改革法の自主運用関連法が成立し、2001 年には、年金資金運用基金は、旧年金福祉事業団に代わって、2008 年度を目標とする全額自主運用へ向けて動き出した。発足に際して発表した「管理運用方針」では、実質的な運用収益を確保するための基本ポートフォリオが定められている。最終年度の運用資産全体における株式の割合の目標値は 12% に設定され、2002 年度の 5% から大幅に引き上げられている（図表 2 参照）。また、運用の手法は、年金積立金が巨大であり市場への影響を配慮する必要があること、長期的には市場は効率的であると考えられること、等からパッシブ運用を中心とし、その比率を段階的に高めていくと記している（図表 3 参照）。そして、株主議決権行使の基準も「企業が長期的に株主の利益を最大にするような企業経営を行うよう、運用受託機関において行使するものとし、かつ、基金側は受託機関よりその報告を受けるものとする」と明記されている。インデックスとの連動性が重視され株式の売り買いが制限されるパッシブ運用が主たる運用手法である資金においては、今後の資産の増大に伴って、議決権行使はますます重要性になっていくと思われる。

図表 2 基本ポートフォリオ 年金運用資産全体のアロケーション

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
2002 年度	87%	5%	2%	3%	3%
2008 年度目標	68%	12%	7%	8%	5%

出所：年金基金運用基金

図表3 年金運用基金 パッシブ運用とアクティブ運用の比率の推移



出所：年金基金運用基金

年金資金運用基金の議決権行使については、基金が保有する株式の実際の行使状況が2001年4 - 6月の期間に関して、既に開示されている（図表4参照）。9割以上は賛成や白紙委任であったものの、定款の変更や退職役員の退職慰労金の贈呈についての議案を中心に、約3%の反対票が投じられている。

図表4 議案別行使状況（2001年4～6月）

議案		総計	賛成	反対	白紙委任	棄権
議案毎に対応	利益等の処分	3,474	2,129	54	1,288	3
	取締役の選任・解任	4,415	3,144	17	1,253	1
	監査役の選任	3,123	1,833	34	1,252	4
	役員報酬	1,730	490	2	1,238	0
	退任役員の退職慰労金の贈呈	3,029	1,686	75	1,252	16
	株主資本(定款変更に関する議案を除く。)	1,701	457	0	1,244	0
	定款変更(授權資本、その他の定款変更。)	2,192	787	141	1,260	4
	その他	1,542	246	35	1,250	11
(小計)		21,206	10,772	358	10,037	39
会社毎に予め定められた基準により対応		5,957	3,710	24	2,213	10
合計		27,163	14,482	382	12,250	49
うち株主提案に関するもの(再掲)		692	15	284	378	15

出所：厚生労働省

公務員の公的年金である共済年金においても、2001年に入ってから、地方公務員共済年金、国家公務員共済年金、警察共済など、各基金が議決権行使のガイドラインの設定に向けて動き始めている。まず、2月には13兆円の運用資産を持つ地方公民共済連合会が、基本問題研究会を発足し、基本ポートフォリオの見直しを行っている。株主議決権を行使し投資先のコーポレートガバナンスに関わる方針を打ち出し、最終的なガイドラインは2002年6月中に公表する予定としている。また、2001年4月には、国家公務員共済年金も「積立金の運用の基本方針」を打ち出し、同年7月には資産運用委員会を発足した。2002年2月まで6回にわたり、基本ポートフォリオの策定を中心に基本方針のあり方等を検討している。現段階では、公的年金である国家公務員共済年金が直接議決権を行使することが妥当か否かという点はまだ結論が出ておらず、運用受託機関の判断に委ねるという形で議決権行使のあり方を規定している。

## (2) 私的年金

企業年金のリーダー格である厚生年金基金連合会も、受託者責任の追及を既に90年代後半より積極的に進めている。「受託者責任」とは何か、また関係者の責任分担はどうあるべきかを検討するべく95年に受託者責任研究会を発足させた。研究会は、年金運用の効率化を図るための規制緩和が進む中では、基金としての運用に関する判断、裁量の範囲が増すという見解を基本としている。96年には「わが国における受託者責任の確立にむけて」を公表し、98年には「受託者責任ハンドブック（理事編）」を発刊している。

一方、受託運用機関に対しては、99年8月の「年金資産運用の基本方針」の中で「受託機関は、投資家たる連合会の利益増大のために株主議決権を行使するものとする」という旨を明記した。追って2000年には、それまで立ち遅れ気味であった運用機関の「受託者責任」についてまとめた「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」を発行した。ハンドブックでは、それまで抽象的で理解しにくいとされていた「受託者責任」に関して、運用機関として何を行うことが期待されているのか具体的に説明している。さらに2001年10月には、効果的、統一的な議決権行使を行っていくべきであるとの観点から、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を関係受託機関に提示した。連合会はこのガイドラインで、各受託機関は委託者たる連合会からの委任を受け、「受託者責任」に基づいて株主議決権を行使するべきである、としている。そして、受託機関に、投資先企業に対して取締役会が株主の利益を最大限重視した経営を要求するよう、望んでいる。具体的には、受託機関の株主議決権行使に関する体制の整備、社内の意思決定プロセスの明確化、株主議決権行使に関する基準の策定の必要性を説き、社内規程及び行使状況の報告を求めている。

ガイドライン発表後の受託機関12社からの現状体制についての報告も公表された(図表5参照)。これらの受託機関では、意思決定については、アナリスト・ファンドマネージャー等の実際の運用担当者が深く関わっていることが示されている。また、保有銘柄全ての議案を審査している機関もあるが、効率性の観点から、審査対象銘柄を限定するためのスクリーニングを用いている機関が8社あり、その基準として反社会的行為・業績の赤字を上げる機関が多くなっている。

図表5 厚生年金連合会 2001年11月末アンケート結果  
意思決定と管理体制についての対応

意思決定プロセス及び管理体制(作業の流れ)	受託社数	
委員会で意思決定及び管理	1	
アナリスト・ファンドマネージャーによる精査	部長等の決裁	4
担当部署による精査	部長等の決裁	2
関連部署間による精査	委員会等で審議・決定	2
ポートフォリオマネージャー等による精査	委員会等の承認	1
アナリスト・ファンドマネージャーによる一次精査 委員会等で審議・決定	他部署等で二次精査	2

## スクリーニング基準

項目	主な具体的基準	受託社数
不祥事	反社会的行為・法令違反	8
	贈賄・脱税・談合・背任	2
	訴訟・行政処分	3
経営状況	一定期間連続無配	3
	一定期間連続赤字	3
	一定期間リターン対ベンチマーク	6
その他	情報開示の不備等	1
	取締役の構成・規模等が不適切	2
	投資不適格銘柄	2
	株主提案	2

(複数回答あり)

出所：厚生年金基金連合会

**III 受託者としての義務を負う運用機関における対応**

以上見てきたように、基金が直接的に行使を行うのではなく、運用機関にその行使を委託して行く所謂「間接行使」の動きの中で、受託機関の側でも議決権行使の体制確立への対応が進んできた。ただし、受託機関のタイプやその運用する資金の種類によって、受託者責任に対する考え方や対応が異なる。ここでは、(1)信託銀行、(2)投資顧問会社、(3)生保のそれぞれについて見ていくこととしよう。

**(1) 信託銀行**

年金基金と信託銀行の間には信託契約が結ばれている。従来から信託銀行には信託法により受託者責任が課せられており、注意義務と忠実義務が契約書上にも明記されていた。しかし、議決権行使に関してはあまり積極的ではなく、行使のための体制を整え始めたのは、基金サイドからの動きを受けた99年以降である。

**(2) 投資顧問会社**

90年に厚生年金保険法が改正され、運用資産配分に関する5:3:3:2ルール緩和が進み、数多くの投資顧問会社が年金運用市場に参入するようになった。投資顧問会社と年金基金との投資一任契約においては、民法上および業法上で受託者責任を負っている。しかしながら、信託銀行と同様に、議決権行使に向けての実質的に体制を確立は99年以降となっている。

**(3) 生命保険会社**

生保は、元本と利率が保証されている一般勘定と、実際の運用成績に応じてリターンが異なる特別勘定に分かれて資金を運用している。一般勘定においては、一般の保険料との合同運用でもあったので、受託者責任が言及されることは少なかった。信託銀行や投資顧問会社が、信託契約や投資一任契約において顧客の資産を運用し、運用成果は顧客に属するのに対して、生命保険会社の提供する団体年金保険契約は、「保険会社が一定額の保険金を支払うことを約束し、顧客がその

対価として保険料を支払う」保険契約の一種であった。顧客が拠出した保険料は保険会社の固有財産となり、保険会社の財務健全性（あるいは保険金支払能力＝ソルベンシーマージン）の確保を通じて保険契約者の保護が図られる支払い保証制度（セーフティネット）も法定されていた。よってここでは受託者責任については触れられていない。そのため、生保の議決権行使への対応は、ほとんど進んでいなかった。しかしながら、このように契約者に大きな義務を負うからこそ、受託者責任が明確にされるべきであるという意見や、特別勘定の第二特約においては、運用のリスクを基金サイドが負担するのであるから、信託銀行や投資顧問と立場を同じくすべきものであるという考え方は従来から存在していた。加えて、生命保険各社の支払い能力が低下していく環境が、改革を押し進めていく大きな要因となった。

具体的に各機関がどういった対応をしてきたかについては、99年7月の年金情報で報告されている。この時点で、株主総会での議決権行使に向けた行動指針を作成したのは、日本生命、第一生命、住友生命と東洋信託、三菱信託、安田信託とされている。住友信託は「指針に基づいた議決権行使は以前から実施している」とし、いずれも、年金基金や保険契約者など顧客の利益に反する議案に対しては反対票も辞さないと言明している。

実際に、大手生保3社のうち1社は、株式を保有する約2300社の議案を指針に基づいて精査し、著しく配当性向が低いなど「株主利益に反する」と判断した7,8社を取り上げた上で、最終的に1社の議案に対して反対したと発表している。他の1社は約2000社の株式保有企業のうち、業績が極度に悪化しているなど問題があると考えた約200社の議案を集中的に精査し、特に役員の退職慰労金や利益処分案といった議案で株主利益に反するかどうか検討し、また、長期に赤字が続いている企業や公認会計士の限定意見が付いている企業など、10社弱で棄権票を投じたようだ。残り1社は約2700社のうち行動指針に沿って150社の議案を特に詳しく調べたうえで、数社に対して議決権を行使したとしている。信託銀行の中では、年金資金で株式を保有する約900社の議案を精査した上で、全議案に賛成票を投じたと公表した機関が1行、一昨年から「株主の利益が明らかに損なわれるか」との判断基準に基づいて議決権を行使したとした機関が1行、また他二行が指針に沿って企業業績が著しく悪化した企業や反社会的な行為をした企業など30~40社程度の議案を精査したことを公表している。

#### **IV 今後の展望と日本企業への影響**

弊社は日本企業のIR活動支援10年の経験者によって設立したIRコンサルティング会社であるが、上記で検証してきたわが国における議決権行使に関する意識の大きな変化は大変感慨深いものである。しかし、同時に、今回の商法改正や日本企業の昨今のIR活動を見ていると若干の危うさを感じる。ここでは、機関投資家による議決権行使への意識の変遷が日本企業の現状に与える影響をIRの視点から整理していき、本稿のまとめとしたい。

まず、日本企業にとって最も関心のある問題は、「議決権行使の決定者は誰か」ということである。年金などの資金運用の委託者がその当事者であるという議論が日本ではしばしば見られるが、前章での日本における議決権行使の変遷でも述べているように、受託運用機関であることは明白で

ある。これはIRの視点から、どのような意味があるのだろうか - IRとコーポレートガバナンスの関係はこれでいよいよ表裏一体の活動となってきたということである。具体的に言うと、投資銘柄の決定者が議決権行使の決定の当事者（もしくは機関）ということがはっきりしてきたということである。つまり、IRのメッセージの中に、コーポレートガバナンスの視点を加味しなければならないし、また、コーポレートガバナンスを意識していないIR活動は、意味の無い空虚なものになるということである。

しかしながら、この点においても誤解している日本企業が多い。というのは、IR活動において、環境問題や社会的責任を重点的にアピールする企業が非常に目に付くからだ。「環境にやさしい」企業が投資対象として優先的に選ばれるのではなく、また、社会的責任を担っていることをアピールしている企業が「良い企業」なのではない。いかにパフォーマンスを上げているかが重要であるということに日本企業は気が付かなければならない。ここで言うパフォーマンスとは、企業にとっては「業績」、受託運用機関にとっては「運用成績」ということである。業績も上げずに安易に環境や社会的責任をアピールするのならば、その企業は運用機関によっては、「投資対象外」と判断されてしまうのである。

今回の商法改正の内容でも、定足数の変更や議決権行使のIT化も安易に流れてはいないだろうか。そもそも外国人投資家による議決権行使が少ないため定足数の確保が難しいという議論から発した定足数の変更は、では、なぜ外国人が行使しないのか、あるいは行使できないのかという議論はされたのだろうか。また、一見、個人投資家を意識しているように見える議決権行使のIT化も実際のところ、安易に定足数の確保を狙っているようにしか見えない。招集通知・議案の中身を個人投資家にきちんと説明し、理解してもらおうという努力を企業はしているのだろうか。安易なIT化は、無意味な反対票を増やすことにならないのか。このような議論を企業はしているのだろうか。

IR活動を通して、企業は、さまざまな投資家の意見を入手する。このようなコミュニケーション活動によって、明確な投資スタイル・投資スタンスを持って運用する機関投資家の「次の」投資行動を、優秀なIR担当者や株主担当者は、企業のその時の状況や、株価の変動によってある程度予想することができるものである。つまり、正しいIR活動を展開している限り、株主提案の事前予想は充分可能である。この点からもIRと議決権行使に関する視点が重なってくることに注目したい。

このようにわが国における議決権行使の責任が明確化するに伴い、企業のIR活動がますます重要になってきた。安易で表面的な株主政策はどの株主・投資家からも相手にされなくなる恐れがあるということを企業は今一度考えていく必要がある。

(ジェイ・ユーラス・アイアール株式会社)

<http://www.j-eurusir.com/>